

2021年下期 投資環境見通し

グローバル・ インテリジェンス

サステナビリティ・シナリオ



ポール・ロレンツ

グローバル・ヘッド・オブ・ウェルス・
アンド・アセット・マネジメント

サステナビリティ・シナリオ

世界的なパンデミックは未だ終焉を迎えていませんが、過去1年間に生じた永続的な影響の1つとして、持続可能性の重大さが明らかになったことは間違いありません。この共通の試練は、コミュニティとして、またグローバル経済、地球の気候の管理者として私たちがいかに脆弱であるかをあらためて認識させることになりました。環境・社会・ガバナンスの水準を向上させる困難な取り組みは社会のあらゆるレベルで実行されており、その結果として生じる変化は投資家に大きな影響を与えられます。

本号「グローバル・インテリジェンス」は、サステナビリティ・シナリオについての考察を主なテーマとしています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントのプライベート・エクイティ&プライベート・クレジット運用チームのグローバル・ヘッド、ヴィボン・ガイとプライベート・アセット部門ESGチームのディレクター、マリア・クララ・レンドン・エチエベリアは、資金を求める世界の非公開企業がサステナビリティをどのように取り入れているかを考察します。また、ESGインテグレーション・リサーチ・チームのグローバル・ヘッド、ピーター・メニーとプライベート・アセット部門チーフ・サステナビリティ・オフィサーのブライアン・カーノハンは生物多様性の問題を探り、投資家がポートフォリオと自然界との関係について理解を深める方法を解説します。

この1年間に投資家が注目したもうひとつの重要な課題は、より積極的な利回り追求です。グローバル・エマージング債券のリサーチ・ヘッド、ポーラ・チャンとアジアおよびグローバル債券クライアント・ポートフォリオ・マネージャーのディラン・ンガイは、最近まで外国人投資家にとってアクセスが容易ではなかった、比較的高利回りの資産である中国オンショア債券の魅力について考察します。

今後数ヶ月から数年間に投資家に大きな影響をもたらすと考えるテーマについて、運用プロフェッショナルによる最新の見通しをぜひご一読いただけましたら幸いです。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、世界各地の運用プロフェッショナルが有する地域に根差した専門知識を活用し、幅広い資産運用ソリューションを提供しています。

本号「グローバル・インテリジェンス」が、ご参考情報として、皆さまのご運用の一助となりましたら幸いです。

グローバル・インテリジェンス | サステナビリティ

生物多様性の評価： 利用可能なツール



ブライアン・カーノハン
プライベート・アセット部門
チーフ・サステナビリティ・オフィサー



ピーター・メニー、ASIP
ESG インテグレーション・リサーチ・チーム
グローバル・ヘッド

主なポイント

- 投資家は地球上の重要な生態系で生物多様性が失われている問題に気づいています。
- 生物多様性の喪失によって投資家は様々なリスクにさらされていますが、リスクを緩和する方法を把握していません。
- マニュライフ・インベストメント・マネジメントのサステナビリティ専門家は、生物多様性に関する喫緊の課題の解決策は想像以上に身近にあると述べています。

手に余るリスク

生物多様性の喪失はこの数年来、常にグローバル・ビジネスにとって最大のリスクの1つに挙げられています。世界経済フォーラムの「グローバル・リスク報告書2020」は、生物多様性の喪失が「経済の基盤を揺るがす」状況を招いていると警告し、生物多様性の喪失はフードシステムや保健医療制度に影響を与え、サプライ・チェーン全体の崩壊を招くとして、今後10年間で最大の影響力を持つリスクと評価しています。同報告書によると、生物多様性は有史以来、最も急速なスピードで失われており、すでに人類は野生哺乳類全体の83%とすべての植物の半分を消滅させる原因を作っています¹。

生物多様性の経済学に関するグローバル・レビューとして多大な影響力を持つ「ダスグプタ・レビュー」は、人類の比較的近年の、目覚ましい進歩による繁栄が自然界にもたらした破壊的な代償を冷静に分析し、自然は経済の意思決定者がもはや無視することのできない「盲点」であると述べています。

投資家は既にこの問題に気づいており、35ヶ国327社の資産運用会社とアセット・オーナーを対象に行った最近の投資家調査では、調査回答者の84%が生物多様性の喪失を「非常に懸念している」と述べています²。

運用業界は問題の大きさを認識してきていますが、生物多様性に関わるリスクと機会を管理する「方法」に関する知識には格差があります。上述の調査では、投資家の72%は自らの投資が生物多様性に与える影響を評価していないと回答し、回答者の70%は「生物多様性を支える投資を行う際の主な障害は利用可能なデータがないことだと思っている」と述べています。

そのため、すでにサステナビリティを投資判断に組み入れている投資家を含め、投資家は様々なリスクに脆弱になっています。新型コロナウイルスは、人畜共通感染症がパンデミックに発展しやすい環境を作り出すような行動(要するに、森林伐採や生息環境の破壊)が持つリスクを浮き彫りにしました。

生物多様性データの追求

自然界には、極めて複雑な多数の生態系が相互に重複しつつ存在しています。そこには、土地、水、土壌、鉱物、大気という物理的システムのほか、そこに暮らし、科学的に命名および分類されているあらゆる生物が含まれています。自然界における生物多様性、つまり生き物の多様性は、地球上最大の哺乳類からおびただしい数の微生物まで、多数の生き物が広大で複雑な構造を形成していますが、次第に脆弱化しつつあります。自

然界の生物多様性を支えるということはそれを危険から守ることですが、何よりもまず自然界に足を踏み入れることを最小限にするか、一切踏み入れないことを意味します。

生物多様性のさらなる劣化を抑制するために、いわゆる立入禁止区域や禁止活動が明確になれば、投資家にとって効果的な足がかりになると思われます。そして、サステナブル・ファイナンスに関して、EUタクソミー(持続可能な経済活動についてのEU独自基準)に規定されている環境分野に重大な害を及ぼさないという倫理は、安全衛生の分野で使用されているような負荷低減策で強化することができます。まず、望ましくない結果を回避すること、そして、回避できない場合は最小限に抑制するか、危害を元通りに復旧できる場合に限り実行します。しかし、政策当局は多くの場合、こうした禁止区域や禁止活動が何かを決める必要があり、投資家はどのような資産配分が生態系の均衡を維持するために最も有効かを評価する必要があります。

資産運用会社は全体的に、最終的な利点が疑わしく効果的な手段ではない可能性があっても、こうしたネガティブ・スクリーニングの基準を習慣的に適用しています。しかし、生物多様性に関しては、立入禁止区域という考え方は容易に成果を上げる大きな可能性を示しています。倫理的なネガティブ・スクリーニング投資と異なり、生物多様性のネガティブ・スクリーニングは科学に依拠し、地域固有です。

投資にあたり生物多様性のリスクを管理する一つの形態として科学を利用すべき

可能な限り生物多様性を保全し、その再生能力を破壊せずに資源を活用しなければならないことを理解することが重要です。そのため、影響の範囲を管理する上で科学の観点が極めて重要になります。

ビジネス的に言えば、測定できるものは管理できるということです。投資家の多くはこのことを認識し、科学をサステナビリティの考察と伝達の基本的言語にすべきという考え方を受け入れてきています。しかし、国連責任投資原則(PRI)によると、必要とされる生物多様性に関するデータへのアクセスは限られています³。

PRIの結果は、運用業界が生物多様性の重要性を認識し、基本的に財とサービスの生産を生物多様性に依存している点を理解していることを示しています。実際に世界のGDPの半分以上

(44兆米ドル)は自然およびその関連サービスにある程度または大きく依存しています¹。しかし、生物多様性の保護につながる意思決定の方法について統一された見解はなく、ましてやその向上につながる意思決定の方法に意見の一致はありません。しかし、生物多様性を「完全には」評価できないと考えることは、その評価や管理が「全く」できないということや、管理する「価値がない」ということを意味するわけではありません。

自然資本に関する知的資本は考える以上に大きい

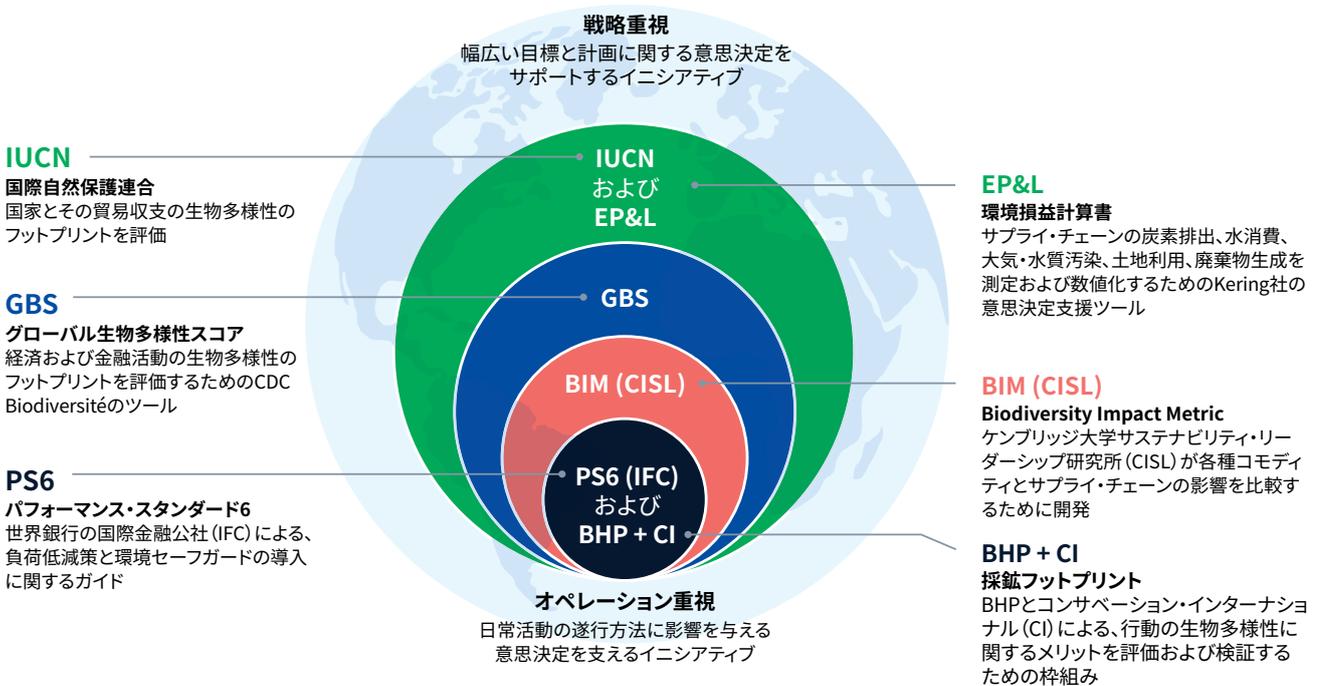
実際には、金融セクターは多様性の価値の評価を得意としています。多様性の評価は、ボラティリティやクレジット・スプレッドを評価する際など、定量分析で常に行われています。気候データを金融モデルに組み入れる方法について、さらには生物多様性の科学(平均生物種豊富度、水質、土壌炭素など)を既存の金融専門知識と組み合わせる方法についても、知見が蓄積されています。

生物多様性の問題では、投資の影響と依存関係の評価、追跡、モニタリングおよび検証を行うため、投資で科学者が活躍する場があります。生物種豊富度、水質、土壌炭素を科学的に評価する必要がありますが、私たちはそのマッピングとモデル化のスキルを持っています。例えば、マニユライフ・インベストメント・マネジメントの森林投資チームは、管理する森林の生物多様性インデックスの作成に取り組む野生生物学者を採用しています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントでは、野生生物と生物多様性のガイドラインとポリシーを作成し、リサーチ・プロセスとポートフォリオ構築方法に役立てています。

多くの国際的なイニシアティブはすでに、様々な形態の経済活動が生物多様性に与える影響を評価し、多様な特徴と適用分野にわたってこうした活動に対する分析および対処を行うための定性評価を作成することに尽力しています。

問題は、膨大なデータ・セットと分析ツールをどのように利用すれば、企業、プロジェクトおよび資産に対して、生物多様性に関連したリスクの緩和につながる投資を行うことができるか

生物多様性のリスクと機会を評価および管理するための枠組みは拡大



出所:「Common ground in biodiversity footprint methodologies for the financial sector」2018年10月3日。上記は例示のみを目的としています。

す。投資家は、全人類が依存する生態系の強化をどのようにして積極的に追求することができるのでしょうか。

次のステップ：利用可能なツール

生産に関する社会経済的コストは、食料から化石燃料まで様々な商品の市場価格に完全には反映されておらず、食料生産が依存する自然資本が過小評価されていると言えます。

しかし、有用なツールはすでに存在しており、自然資本の使用価値（コモディティの目に見える特徴が使用目的をどの程度満たすか）と交換価値（コモディティが市場で売買されるとき価格）について、検討することは可能です。実際に自然資本会計は、従来の会計と同じように、企業が様々な形態の資本のストックとフローを追跡する上で役立ちます。

企業は、カーボン・フットプリントと同様の計算方法で生物多

様性フットプリントを算出することができます。その方法も定性的、定量的な方法を含めて数多くあります。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、保有および運営する資産のリスサーチ、オペレーション、継続的なリスク管理のライフサイクルで生物多様性を考慮しています。以下はその例です。

- 農地：** マニユライフ・インベストメント・マネジメントがカリフォルニアで運用する農地において、受粉媒介者であるミツバチの健康と生息地は、ミツバチの健康を増進する16エーカーに及ぶ補助的食料生産地に支えられています。ミツバチのコロニーの多くは様々な要因によって失われており、ミツバチの飼料用植物の育成はコロニー全体を強化するほか、隣接する果樹園の生産性も向上させます。
- 森林：** マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、私たちが行う投資が森林破壊に直接または間接的につながることがないように徹底する森林破壊ゼロ方針を大原則として掲げています。さらに、懸念される種およびコミュニティに関するプログラムは様々な行動計画、認識、モデリング、

自然関連の財務リスクを特定するための枠組み



出所：「Handbook for Nature-Related Financial Risks: Key concepts and a framework for identification」ケンブリッジ大学サステナビリティ・リーダーシップ研究所、2021年

調査を組み合わせ、各物件の生物多様性インデックスを開発する適応型管理の下で実施されています。個々の野生生物や植物種のための管理ではなく、森林を構成する種の多様性を高め、維持する生態系管理アプローチを通じて多様な種の生息環境を維持しながら生物多様性を促進する系統的アプローチを採用しています。

- **不動産：** マニユライフ・インベストメント・マネジメントのグローバル不動産ポートフォリオでは、土地の利用、緑地および生物多様性への影響をレビューし、化学害虫駆除の制限、在来種や都市菜園による屋上緑化環境の整備、蜂の巣の維持、鳥類の環境保護など、生物多様性の喪失を食い止める様々な戦略を実践しています。

投資家がポートフォリオと自然との関係をより明確に理解できるようにするためのツールが開発されています。例えば、ケンブリッジ大学サステナビリティ・リーダーシップ研究所は先ごろ、自然に関連した財務リスクを理解し、特定するためのハンドブックを出版しました。マニユライフ・インベストメント・マネジメントはインベストメント・リーダーズ・グループの会員としてこれを支持しています。当ハンドブックは業界の協働と詳細なリサーチに基づいており、投資家が投資プロセスにおいて自然を考慮することをサポートしています。

グリーンボンドの透明性がゲーム・チェンジャーとなる

この他にもグリーンボンドなど、生物多様性を支えるために投資家が利用できるツールはあります。ソブリン・レベルでは経済的利益をとらえたり、社債のグリーンボンドの枠組みでは行えない環境外部性の価格付けを奨励したりすることができ、投資家が資金の用途を確認してポートフォリオへの組み入れや売却の判断基準を適用することで生物多様性をサポートする有意義な方法を提供することができます。

グリーンボンドの透明性は生物多様性の状況を一変させる可能性があります。資金の用途に関する環境情報の追跡が可能になったことで、債券市場に対する投資家の考え方は根本的に変化しています。2020年第3四半期に欧州の債券市場で起債された債券のおよそ14%は、気候関連または環境プロジェクトのサポートを用途として発行されています⁴。こうした透明性の大きな向上は、投資資金がどのように使われるのか理解したいという投資家の要求に対応しています。

最近の企業のサステナビリティ戦略



出所:「Danone North America Expands the Most Comprehensive Regenerative Agriculture Program in the Dairy Industry」2020年12月21日。pepsico.com/sustainability/overview、2021年。https://www.indigoag.com/carbon/for-farmers、2021年。「Trey Hill and other farmers are hoping Joe Biden will pay them to lock carbon in their soil」ワシントン・ポスト、2021年1月22日。「Bayer takes steps to make carbon sequestration a farmer's newest crop opportunity」2020年7月21日。「CIBO Frequently Asked Questions」2021年2月24日。Gradable Carbon、2021年2月23日。Sustainable-Ag | Nutrien Ag Solutions、2021年3月2日。「Landlakes first-ever-farmer-owned-carbon-marketplace」2021年2月4日。

発行体レベルでの自然関連情報の開示

受粉、水質、素材を通じた自然の貢献はグローバル経済に不可欠です。建設、農業、食料・飲料など、自然への依存度が特に高い業界は、ビジネスに伴う自然関連の機会とリスクに関する情報の開示を始めなければなりません。

現在、投資家は森林破壊などの明白な問題について、企業へのエンゲージメントやエスカレーションによる行動を起こすことで生物多様性を求める価値観を表明することができます。しかし、投資家が入手するデータは完全ではありません。ひとたび自然の利用が制限されると、希少価値が生じて、価格に織り込まれる可能性があります。

サステナビリティ戦略に気候と生物多様性の両方を組み込んでいる企業もありますが、サステナブルな生産手法はあるものの、現在はフードシステムが自然を損なう最大の要因となっており、農業のみで種の86%を絶滅の危機にさらしています⁵。同時にフードシステム自体も生物多様性に依存しているため、多様性が失われることはマイナスに作用し、気候変動が生物多様性に与える影響が顕在化する中で食料安全保障も脅かされています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントが運用する農地では、例えば、ミツバチの健康と受粉媒介の生息域を維持することによって、フードシステムを通じた生物多様性の促進に重点を置いています。また、食料生産者のサステナブルな農業慣行の遵守を評価する新たな基準であるLeading Harvestの策定も支援しました。

ファイナンスを自然に良い影響をもたらすように導く新たなタスクフォース

気候と自然との相互作用について理解が深まるにつれて、これら2つの問題は同時に対処する必要があることが分かってきました。気候変動の影響と同じように、投資家は自然に関連した相互依存性やリスク、影響も理解する必要があります。そのためには発行体レベルでの確実で信頼性の高い情報と、比較を可能にするよう標準化された情報開示が必要です。

規制当局、政府、環境・社会・ガバナンス格付機関、データ・プロバイダー、非政府組織、学術機関は、生物多様性に関する投資家の活動を強化し続けています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、生物多様性の評価指標に関する透明性とデータ収集の向上を求める「Investor Letter on Biodiversity Metrics」に署名しています。

自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD: Task Force on Nature-related Financial Disclosures) は現在、「ファイナンスを自然に良い影響をもたらすように導く」ための生物多様性と自然資本の報告基準の作成を目指しています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントはTNFDの非公式ワーキング・グループの一員であり、この分野で強く必要とされているガイダンスへの効果的な対応が始まることに期待しています。自然関連の情報開示は、金融機関が破壊的な活動から資金を引き揚げ、自然に良い影響をもたらす活動に多額の資金を振り向ける上で役立ちます。

資本市場の力を結集して生物多様性の目標に向けて取り組むために、利用可能な幅広い強力なツールがあります。地球の存続と種としての人類の生存にとっての生物多様性の基本的な重要性を考えると、これは歓迎すべきことです。

1 「The Global Risks Report 2020」世界経済フォーラム、2021年1月。2 「Unearthing investor action on biodiversity」クレディ・スイス、2021年1月。3 「Investor action on biodiversity: discussion paper」PRI、2020年9月。4 「The role of the sustainable bond markets in promoting biodiversity」ICMAポッドキャスト、2020年12月1日。5 「Our global food system is the primary driver of biodiversity loss」unep.org、2021年2月3日。

グローバル・インテリジェンス | プライベート・エクイティ

サステナブルなプライベート・エクイティと 価値創造の新たな 原動力



ヴィボン・ガイ, CPA/CMA/CFA
プライベート・エクイティ&クレジット運用チーム
グローバル・ヘッド



マリア・クララ・レンドン・エチェベリア
プライベート・アセット部門 ESGチーム
ディレクター

主なポイント

- 投資家が持続可能なビジネス慣行を要求していることを受け、多くのプライベート・エクイティ・スポンサーは投資先企業に高いスチュワードシップ基準を適用しています。
- 世界の需要が持続可能な商品やサービスへとシフトする中で、ゼネラル・パートナー (GP) はESGの観点を投資判断に組み入れることで、価値創造への新たな道を切り拓くことが出来るかもしれません。
- サステナビリティが世界を一新する中で、プライベート・エクイティの投資先企業に対するコントロールと強いスピード感が、投資家に優位性をもたらすと思われるます。

サステナビリティが世界を一新する中、プライベート・エクイティ・スポンサーは新しい独創的な投資手法を実践することで対応しています。多くの場合、社会規範、規制、消費者の嗜好、投資家の期待の変化に対応できる見込みのある企業を選好しています。環境資本や社会資本への責任あるスチュワードシップを求める声の高まりに無頓着な企業は競争優位性を失い、消費者にも投資家にも拒絶されるおそれがあります。

プライベート・エクイティ投資家は ESG要素の重要性を認識

新型コロナウイルスのパンデミック以来、お客さま、従業員、サプライヤー、さらには地域コミュニティのいずれからもサステナブルな手法を求める声は高まる一方です。南北アメリカ、アジア、欧州、その他の地域でも、消費者は、商品の購入先をサステナブルな事業運営を行う企業に切り替えると述べています¹。Bombas、Patagonia、Reebok、Tom's of Maineなどのブランドでは公にビジネスの優先事項を環境・社会を意識した課題に整合させ、価値観を共有する顧客との関係強化に役立てています²。そして、投資家もこうした動きに気づいています。

世界的なパンデミックはサステナブル投資の原則の重要性を

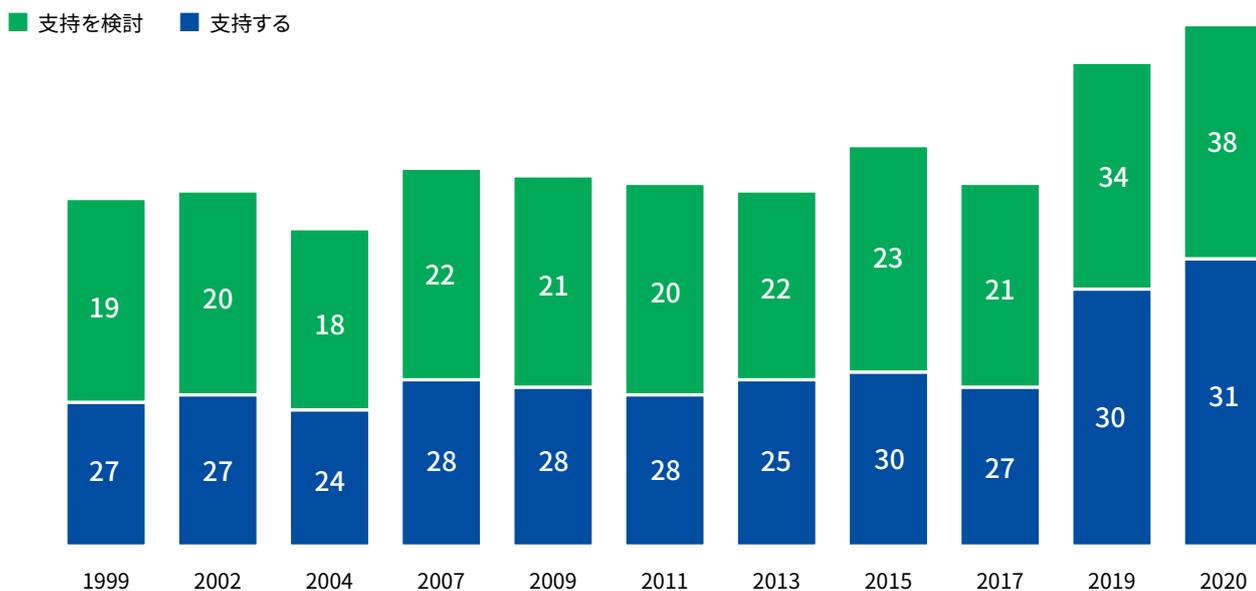
浮き彫りにしました。外的リスクは、多くの投資家にとって理論的なものでしたが、今回それが1世紀ぶりに明確に意識されました。プライベート・エクイティ投資家の10人に8人以上は、「新型コロナウイルスの危機を経てESGの注目度が大幅に高まる」という見方に同意、または強く同意しています³。世界的なパンデミックの経験の共有というブラック・スワンは、企業業績、ひいてはポートフォリオのリターンに影響を与える様々な要因を考える契機となりました。

プライベート・エクイティ・スポンサーとLPはサステナビリティによる価値創造を期待

極めて多くの投資家が求めるようになったことで、サステナビリティはビジネスの必須課題となっています。投資家は依然として優れたリターン、サービス、透明性を求めながら、同じレベルでサステナビリティを要求するようになっていきます。それは純粋に利他的な理由からではありません。実際にリミテッド・パートナー（LP）の66%は、価値創造がESGの取り組みを推進する主な要因だと述べています⁴。4分の3は今後5年間にサステナビリティが投資判断に影響を与えると予想しています⁵。さらに86%

サステナビリティを求める消費者の声は高まっている

社会的責任を表明するブランドを支持する消費者の割合（%）、1999～2020年



出所:「GlobeScan Healthy and Sustainable Living Highlights Report 2020」GlobeScan、2020年

はESG投資機会が拡大し、93%はESGのテーマに重点を置くことで魅力的な投資機会が生じると述べています⁶。サステナビリティが今後の経済を左右すると考えられることから、過去のリターン源泉のみに固執する投資家はポートフォリオのパフォーマンスの可能性も制限するおそれがあります。適応できないプライベート・エクイティ・スポンサーは早晩、資金源が脅かされるかもしれません。投資家からESGの検討を求められるかどうかにかかわらず、過去の成功実績を持つスポンサーでも、ESGの流れに沿ったビジョンとコミットメントを示さなければ、次のビジネスを期待することはできなくなっています。

リスク管理はコミットメントの流れの転換において一定の役割を果たしています。プライベート・エクイティのLPは以下のような多岐にわたる関係者に対して受託者責任を負っています。

- 大学基金に関係する学生、教員、卒業生
- 慈善基金における従業員、後援者、受託者
- 退職年金制度の運営組織と受益者
- 政府系ファンドにおける国民と政府担当者

利害関係者は自らの価値観に反する資産の保有を回避または売却するよう受託者に促しています。化石燃料へのエクスポージャーに対する態度が急速に変化していることはその良い例です。2020年上期に北米で募集を完了した石油・ガス関連ファンドは2本に過ぎず、調達資金は両ファンドを合わせて28億米ドルにとどまりました。その前年同期には16本の同様のファンドで募集が完了し、調達資金は合計171億米ドルに達していました⁷。

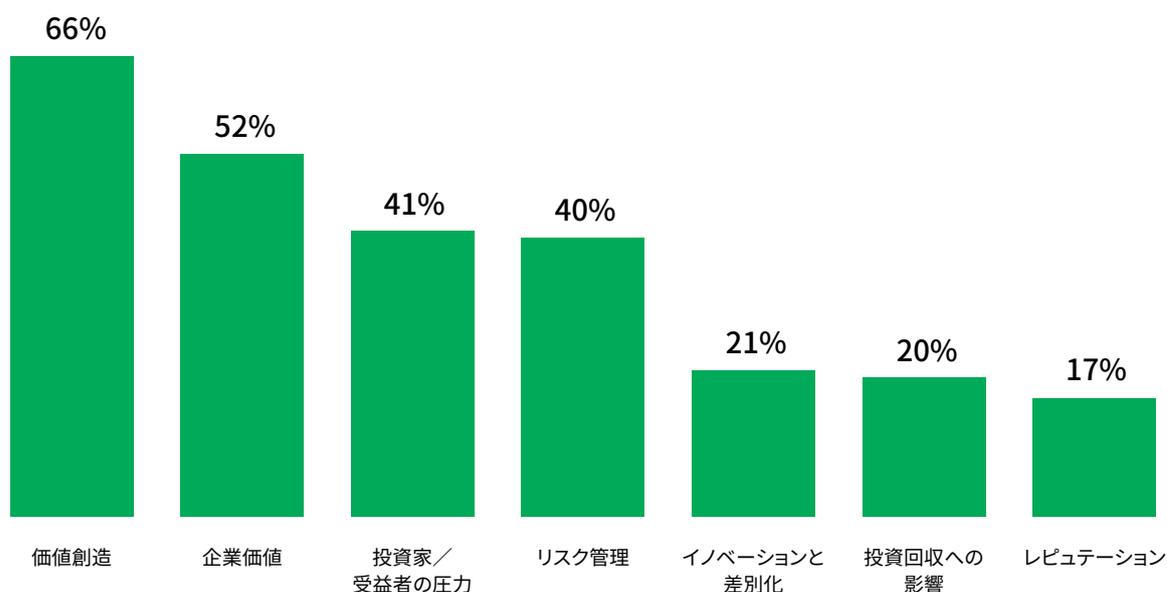
LPは、プライベート・エクイティにおけるサステナブル投資の意味を明確化させています。米国最大の公的年金基金、カルパースはプライベート・エクイティに250億米ドルを投資しています⁸。この資産クラスのサステナブル投資ガイドラインは、「長期的な価値創造に重点を置く」ため、「ポートフォリオ全体のESG課題を監視すること」を求めています⁹。

長期的な価値創造の機会は、以下を含むあらゆるサステナビリティのテーマに見出すことができます。

- クリーン・テクノロジー、再生可能エネルギー、炭素削減
- コミュニティの経済発展、教育および住宅

プライベート・エクイティのLPはサステナビリティを価値創造の促進要因と見る

ESG活動を促進する主な要因(上位3項目に挙げた回答者の割合)



出所:「private-equity-and-the-responsible-investment-survey」PwC、2021年

- サイバーセキュリティおよびデータ・プライバシー
- ダイバーシティ、エクイティ（公平性）およびインクルージョン
- 食料およびサステナブルな農業
- 健康、健全な暮らし、水、公衆衛生

例えば、プライベート・エクイティ・ファンドが資金支援するフランスのKersiaは、農地のバイオセキュリティとバリュー・チェーン全体（農地から消費者まで）の食料の安全性に取り組んでいます。同社の事業は酪農、養豚・養鶏、フードサービス、水処理です¹⁰。同社は包装資材の再利用、グリーン・プロダクトの占める割合、持ち株の機会が与えられている従業員の割合をKPIとするほか、フランス初の企業の社会的責任（CSR）にリンクしたシンジケート・レバレッジド・ローンによる資金調達を行っています。CSRに連動するマージンは融資条件に直結し、CSRの目標を達成した場合、マージンは最大7.5ベースポイント（bps）引き下げられ、目標を達成していない場合は7.5bps引き上げられます¹¹。

サステナブル投資は二者択一の取り組みではありません。サステナビリティには幅広い領域があり、業種を問わずほぼすべての企業がサステナブルな行動を示すことができます。投資検討の対象とする企業と資産のほぼ全てでESGインテグレーションを実施することが可能です。商品やサービスがサステナビリティ目標と明示的に結びついていない企業でも、サステナブルな事業運営を行っている場合は合格点を得ることができます。フレキシブルパッケージ市場は表面的にはサステナビリティに大きく寄与する分野には見えませんが、プライベート・エクイティ・ファンドが支援する、北米大手の1つであるProAmpac社は、リサイクル可能な製造にコミットし、製品の3分の1以上はサステナブルです¹²。投資家は特定のセクターや業界のサステナビリティについて思い込みに頼ることなく、企業別にデュー・デリジェンスを実施し、サステナブルなビジネスとそうでないものを判別する必要があります。

スポンサーは優れたガバナンスを基盤にサステナビリティを促進

オーナーと経営陣の間のインセンティブの一致と、厳密で体系的なリスク管理がこの数十年のプライベート・エクイティの重要な特徴でした。未上場企業のオーナーと事業の方向性との結びつきは、上場企業と比べて格段に強固です。プライベート・エクイティ・ファンドが投資する企業は、適切な専門知識を持つプロフェッショナルで構成される比較的小人数の機動的な取締役会の力により、高い競争優位性を持つことがあります。

優れたガバナンスはプライベート・エクイティ投資の特徴の1つですが、この資産クラスでは環境や社会の要素についての体系的な検討はこれまであまり普及していませんでした。しかし、所有と経営との強い結びつきは、プライベート・エクイティ企業がサステナビリティを促進するための強固な基盤となります。機動力に優れたプライベート・エクイティ・スポンサーは、サステナブル投資でリーダーシップを発揮するための影響力、インセンティブ、専門知識を有しています。環境と社会への配慮を組み入れた投資判断は、プライベート・エクイティ企業がESGの潜在的なリスクと機会を特定するために役立つと思われる。

2018年まで、国連責任投資原則（PRI）に署名し、「その原則を遵守し、その原則に準拠した報告を行うことに同意する」プライベート・エクイティ運用会社はわずか400社程度でした¹³が、その数は急速に増えています。現在は世界の大手プライベート・エクイティ企業10社のうち6社を含め、807社がPRIに署名し、そのうち79社は過去1年間に加盟しました¹⁴。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは2015年にPRIの署名機関となり、運用チーム全体にわたるサステナブル投資と明確なESGイニシアティブへのコミットメントを公表しています。

気候にやさしい資産の需要は今後数十年にわたって増大

短中期的には、再生可能エネルギー、電気自動車関連のインフラ、電力ネットワークといったクリーン・エネルギーへの移行は、2030年までに累積で16兆米ドルの投資機会をもたらす可能性があります¹⁵。機関投資家はさらに2050年までのポートフォリオ全体の炭素排出ネット・ゼロ実現のコミットメントを公表しています。これは今後20～30年、気候にやさしい資産の見通しは良好であることを示唆しています。

北米、欧州およびアジア各国政府による刺激策も需要を増大させる可能性があります。再生可能エネルギーのプライベート・エクイティを含めた、気候にやさしい資産への政府予算が増額されたことで、サステナブル投資の価格が上昇する可能性があります。OECD加盟国は、パンデミックからの景気回復支援策の一環として環境政策に3,360億米ドルの予算を計上しました¹⁶。

サステナビリティが世界を一新する中、プライベート・エクイティは優位性を発揮

最も過小評価されている投資リスク要因の1つは変化のペースです。プライベート・エクイティの投資家は、加速する変化に対応するため、このアセットクラスが持つ2つの特徴を活かす

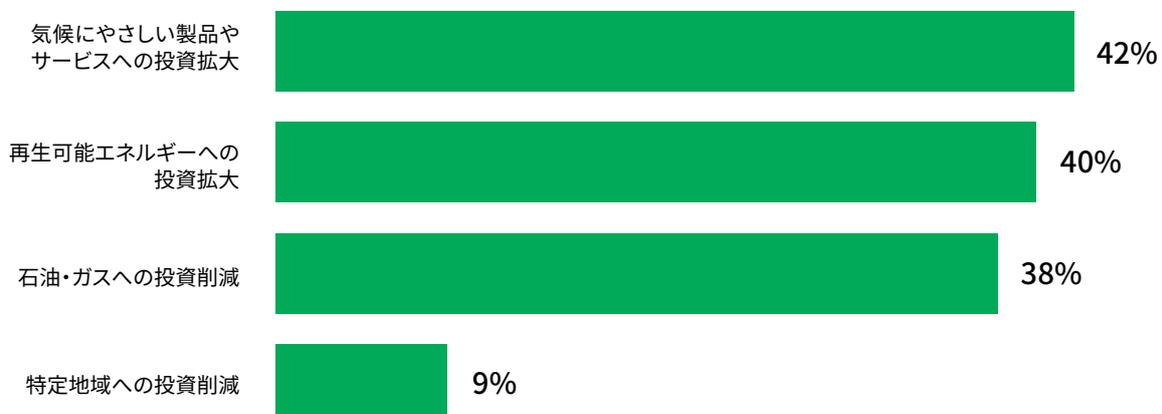
ことができます。それは、より強いコントロールと強い危機感です。

1 コントロール：企業経営にほとんど影響力を持たない一般的な上場企業の株主と異なり、プライベート・エクイティ投資家は投資先企業に支配的持分を有し、事業の戦略的方向性の決定に積極的に関与することが一般的です。適切な経営が行われているプライベート・エクイティの出資先企業は、オーナーと経営陣の利害を一致させ、経営陣に価値創造の促進に最も有意義と思われる2～3項目の目標に注力することを促すインセンティブ体系から恩恵を受ける傾向にあります。そしてそれは、プライベート・エクイティ投資家がESG目標を投資先企業の最優先課題に掲げる明確な機会をもたらします。

2 スピード感：プライベート・エクイティ投資家は投資先企業を永久に保有するわけではありません。一般的な保有期間は3～5年程度に過ぎません。適切な経営が行われているプライベート・エクイティの出資先企業は、ESG目標の達成に適切なリソースを迅速に投入するよう促すことで、恩恵を受ける傾向にあります。プライベート・エクイティ・ファンドの管理職の72%は「売却し投資回収を検討する企業でESGプレミアムを得ることを期待」しており、57%は「ダイバーシティや平等性へのコミットメントを含む、社会的インパクトのポリシーが企業の売却時において極めて重要なESG分野である」と述べています¹⁷。

気候問題に取り組むプライベート・エクイティ投資は増加が予想される

気候変動に対応したLPの投資戦略の変更



出所: ceres.org/resources/reports/changing-climate-private-equity, 2021年6月3日

サステナビリティは目標であり、行程でもあります。よりサステナブルな世界の構築において、プライベート・エクイティ運用会社は、投資先企業の多様な関係者の要求やニーズを調整し、サステナビリティに焦点を当て、すべてのステークホルダーにとって継続的な価値を創造することで、有意義な影響を与えることができます。

1 globescan.com、2020年。**2** newswhip.com、2018年7月16日。**3** cdn.ihsmarkit.com、2020年。**4** pwc.com、2021年。**5** collercapital.com、2021年夏。**6** ceres.org、2021年6月3日。**7** Preqin、2020年6月30日。**8** calpers.ca.gov、2020年6月30日。**9** calpers.ca.gov、2015年3月16日。**10** マニユライフ・インベストメント・マネジメントは2021年6月30日現在、Kersiaへのエクスポージャーを有するポートフォリオを運用しています。**11** IK Investment Partners、2020年12月10日。**12** マニユライフ・インベストメント・マネジメントは2021年6月30日現在、ProAmpacへのエクスポージャーを有するポートフォリオを運用しています。**13** 『Corporate Governance and Responsible Investment in Private Equity』Simon Witney、2021年。**14** ifre.com、2021年4月15日。**15** brookfield.com、2021年2月。**16** oecd.org、2021年。**17** ey.com、2021年5月19日。

グローバル・インテリジェンス | 中国債券

グローバル投資家にとって魅力が高まる 中国債券の詳細な考察



ポーラ・チャン、CMT
グローバル・エマージング債券
リサーチ・ヘッド



ディラン・ンガイ
アジアおよびグローバル債券
クライアント・ポートフォリオ・マネージャー

主なポイント

- これまで投資を妨げていた障害が取り除かれ、グローバル指数への採用が拡大していることは中国債券に追い風が生じていることを示唆しています。
- 過去のボラティリティが低水準で、利回りが相対的に高いことは、今日の債券環境で同資産クラスでしか得られない魅力です。
- グローバル国債や新興国債券の補完となる中国債券は、歴史的にリターンを維持または向上させながら、ボラティリティは低水準にとどまっていた。

発行残高が15兆米ドルを超える¹中国債券市場は現在、米国に次いで世界第2位の規模を有し、この5年間の年平均成長率が12%を超え、世界で最も急速な成長を遂げている債券市場の1つとなっています。しかし、中国市場の規模と重要性は高まっているにもかかわらず（中国は世界第2位の経済規模と世界第2位の国際取引規模を持ちます）、特に外国人投資家をはじめとする多くの投資家のポートフォリオにおいて、中国債券へのエクスポージャーは依然として限定的です。本稿では中国債券を分散化された債券ポートフォリオに組み入れるメリットについて、特に広範な新興国債券（EMD）への配分と比較した場合の中国債券のポジションがもたらす分散効果を考察します。

外国人投資家の中国債券へのアクセスはかつてないほど向上

外国人投資家にとって中国債券を直接保有することは必ずしも容易ではありませんでした。しかし、中国の金融セクターの対外開放はこの5年間で著しく進展し、それに伴って中国債券市場への関心も高まりました。かつて中国オンショア債券市場にアクセスする際に義務付けられていた適格外国機関投資家（QFII）と人民元適格外国機関投資家（RQFII）の投資枠が撤廃され、中国銀行間債券市場とボンドコネク（債券通）の利用がそれぞれ2016年と2017年に可能になったことから、外国人投資家による中国オンショア債券市場への直接アクセスははるかに容易になりました。特にボンドコネクは申請手続きが比較的迅速であることと、使い慣れたオフショア・トレーディング・プラットフォームを通じた電子取引システムの利便性から、外国人投資家に好まれる投資手段となっています。

こうした政策変更は様々なグローバル債券指数の構成にも影響を与え、外国人投資家による中国オンショア債券市場への投資を促進する結果となっています。ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合債券インデックスとJPモルガンGBI-EMグローバル・ディバーシファイド・インデックスはそれぞれ2019年と2020年に中国オンショア債券の段階的な採用を開始し、FTSE世界国債インデックス（WGBI）は先ごろ、組入比率5.25%を目途に中国債券を2021年10月から段階的に組み入れること²を発表しました。WGBIでは、中国債券の組み入れは36ヶ月間にわたって段階的に行われることが確認されまし

た。WGBIに連動する資産は最大1兆5,000億米ドルと見られることから、中国債券への月間流入額は約20億米ドルとなり、段階的な導入期間中に総額790億米ドルもの資金が流入することになります³。

中国債券の指数採用の拡大は当然のことながら波及効果を生み、より多くの外国人投資家が同市場にアクセスするようになり、その影響はすでに現れています。2020年に海外から中国債券に流入した資金は過去最高の1兆600億人民元に達し、2020年末までに外国人投資家による中国オンショア債券保有高は総額3兆3,000億人民元に達しました。特に中国国債（CGB）の外国人保有比率は2021年2月末に10%を突破しました⁴。中国債券への資金流入ペースは、指数への採用が拡大していることに加え、投資家が同資産クラスの魅力的なファンダメンタルズに気づき、注目度が高まっていることから、今後数年間、加速し続けると予想されます。

中国債券の指数採用の拡大は当然のことながら波及効果を生み、より多くの外国人投資家が同市場にアクセスしています。

高い質と高い相対利回りの稀有な組み合わせ

低金利や、マイナス金利さえある多くの先進国と異なり、中国債券の利回りは10年物国債が3.07%⁵と、米国債利回りの2倍以上の突出した高水準にあります。インフレ率を考慮した中国債券の実質金利も、A格以上の格付の国際的な国債の中で最も高く、現在は1.8%程度です⁵。

中国の利回りの優位性は、1つには中期を見据えた独自の政策スタンスに関連しています。中国の中央銀行である中国人民銀行（PBoC）は現在、国内経済の持続的回復を促進しながら、財政再建に努め、景気過熱回避のために与信の伸びを正常化するというバランス調整に尽力しています。これに対し、ほとんどの先進国では金利がゼロ付近にとどまっています。PBoCは対象となる業種に必要な応じて流動性の支援を提供しながら、慎重な金融政策を継続する意向を示しており、近い将来、金融引締め策に転じる可能性は低いと思われます。

中国債券は過度なボラティリティを伴わず、優れたリターンを創出

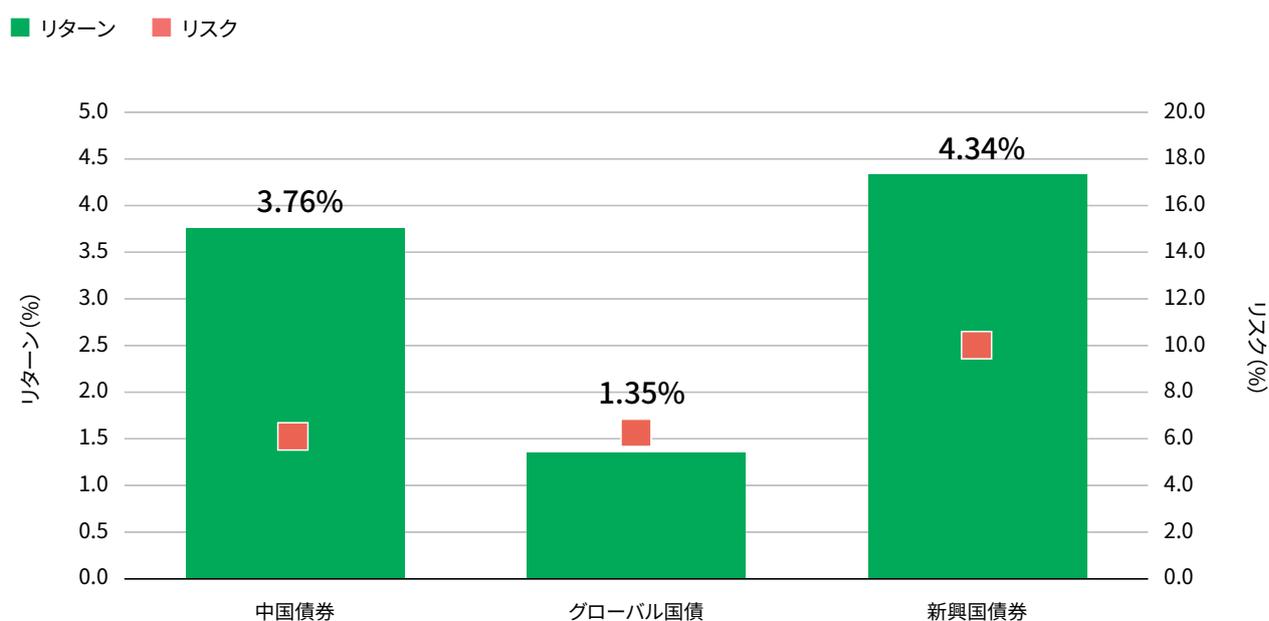
投資家がポートフォリオへの中国債券の組み入れを検討すべき主な理由は、インカムの底上げ以外に、分散効果とリスク緩和のメリットが得られることです。2013年1月1日から2021年5月31日までの期間の中国債券（ヘッジなし）のリターンはグローバル国債の2倍以上で、ボラティリティはグローバル国債の約92%です。EMDと比較すると、同期間中の中国債券のリターンはEMDの約87%ですが、リスクは半分以下です⁶。

ボラティリティの上昇なしで高利回りを達成

米国債は長年、安全な逃避先資産と見なされてきましたが、中国債券は市場の一時的なボラティリティ上昇を乗り切るために有効な避難場所として検討する価値があります。2020年第1四半期に新型コロナウイルス感染症のパンデミックの影響範囲に注目が集まり、幅広い資産が急落しましたが、中国債券の米ドルベースのリターンは+1.8%、グローバル国債は+2.0%だったのに対し、EMDは-13.4%でした。同様に2021年第1四半期に米国の金利が大幅に上昇したことから債券が下落したときも、中国債券の米ドルベースのリターンは+0.3%と比較的安定していたのに対し、グローバル国債は-5.7%、EMDは-4.5%でした。さらに、より長期間の最大ドローダウンについても、中国債券のドローダウンはグローバル国債やEMDと比較して低水準でした⁶。

中国債券は魅力的なリスク調整後リターンを提供

中国債券、グローバル国債および新興国債券の年間リターンとボラティリティ（2013年1月～2021年5月）



出所：ブルームバーグ、2021年5月31日現在。中国債券はMarkit iBoxx ALBI中国オンショア・トータル・リターン・インデックス (TRI)、グローバル国債はFTSE世界国債インデックス、新興国債券はJPモルガンEMBIグローバル・ディバースィファイド・コンポジット・インデックスで表しています。

中国債券の過去のボラティリティが低水準なのは、中国国内市場が外国人投資家に概ね閉ざされており、グローバル市場の一時的なボラティリティ上昇の影響から遮断されていたことが1つの要因である点を理解することが重要です。しかし、中国オンショア債券市場が開放され、外国人投資家の参加が拡大し続けていたとしても、中国債券市場は当面、中国国内投資家と銀行による旺盛な国内需要の恩恵を受けることが予想されます。そのため、中国債券とグローバル市場との相関性は今後も比較的 low水準にとどまる可能性が高いと考えています。特に、中国経済と政策のサイクルは独立性が高いことから、米連邦準備制度理事会 (FRB) による影響は軽微に留まると考えられます。

世界でも屈指の中国経済の ファンダメンタルズ

今年の全国人民代表大会の後、中国は経済回復を支える2021年の経済目標を発表しました。中国当局は2021年に景気刺激型の政策スタンスを取り、同年の成長率目標を6%以上に設定しました。一方、中国の経済成長率のコンセンサス予想は8.5%でした⁷。中国政府は過剰な金融レバレッジの抑制と金融リスクの低減に努めることが見込まれますが、PBoCは

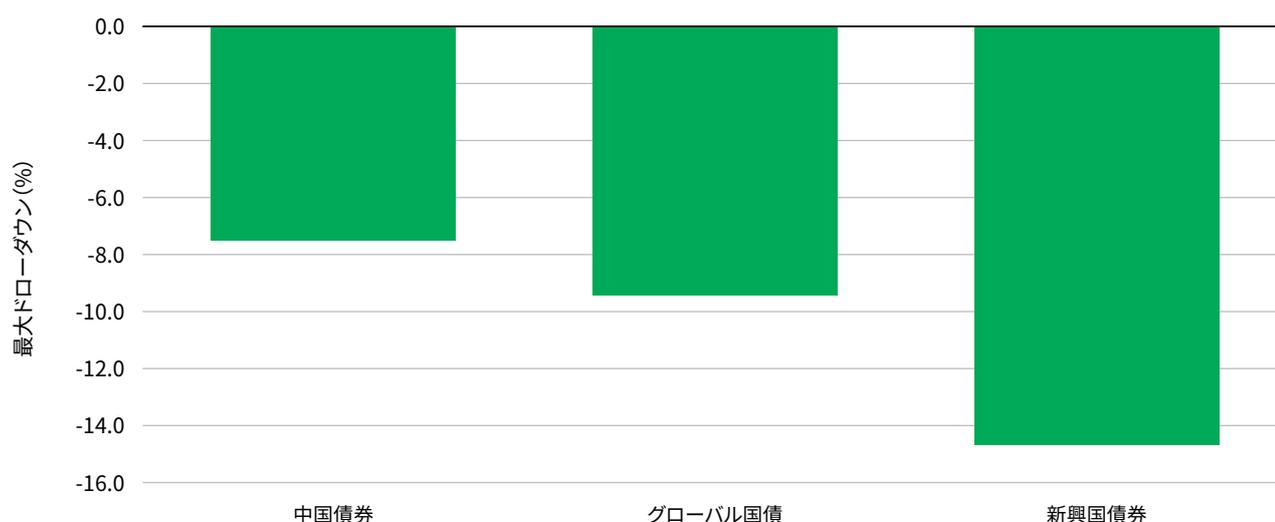
対象を絞った流動性供給を継続するため、政策金利を引き上げる可能性は低く、年内は比較的安定した金融政策を取ると予想します。インフレ見通しも比較的安定的で、政府が公式目標とする3%を下回る水準にとどまると予想します。一例として食品価格は1年前の高い水準から下落しました。名目または実質利回りを大きく変動させる要因は見当たらず、経済環境が良好であることを考慮すると、バリュエーションの観点から、現在、中国債券は魅力的な水準にあると考えます。

PBoCは、市場への過剰な流動性供給によって過度に緩和的な状況を生み、金融の不安定化につながる事態を回避することに細心の注意を払っています。結果として国有企業 (SOE) セクターを含め、債務不履行 (デフォルト) がやや増加しています。しかし、2020年のSOEセクターのデフォルト率は1%未満と低水準にとどまっています⁸。長期的にはクレジットの選別化が進むことが予想され、脆弱なSOEの銘柄や戦略的重要性の低い銘柄に対する政府支援は縮小される可能性があるものの、クレジット全体の当面の見通しは比較的安定的と予想しています。

言うまでもなく、通貨の上昇もヘッジを行っていないオフショア投資家にとって追い風となっており、この動向は明らかに有利に作用しています。2020年は米ドルが総じて下落したこと

中国債券は魅力的なダウンサイド・プロテクション(下方リスク抑制)を提供

中国債券、グローバル国債および新興国債券の最大ドローダウン (2013年1月~2021年5月)



出所: ブルームバーグ、2021年5月31日現在。中国債券はMarkit iBoxx ALBI中国オンショア・トータル・リターン・インデックス (TRI)、グローバル国債はFTSE世界国債インデックス、新興国債券はJPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド・コンポジット・インデックスで表しています。

や、中国資産に対する強い需要のほか、世界的に旺盛な輸出需要を背景に下半期の中国経済が予想を上回ったことから、人民元は対米ドルで6.7%上昇しました。2021年もこれまでのところ同様の傾向が続き、5月末までに人民元は対米ドルで2.5%上昇しました。人民元はユーロとスイス・フランに対しても同期間中にそれぞれ2.4%と4.0%上昇しました。中国経済のパンデミック後の回復は緒に就いたばかりのため、PBoCは当面、通貨のさらなる上昇ペースを抑制すると見られます。しかし、中期的には人民元は引き続き中国本土の株式と債券資産への資金流入の増加に支えられ、外国人投資家にとってリターンを向上させる重要な要因になる可能性があります。

シナリオのケース・スタディ： 中国債券を分散化したポートフォリオ にどのように組み入れるか

当然のことながら、中国債券への資金配分に必要な余地を作るためにはポートフォリオの他の資産へのエクスポージャーを削減する必要があります。本稿では、グローバル国債かEMDのいずれか一方を中国債券で補完する2つのシナリオについて考察します。

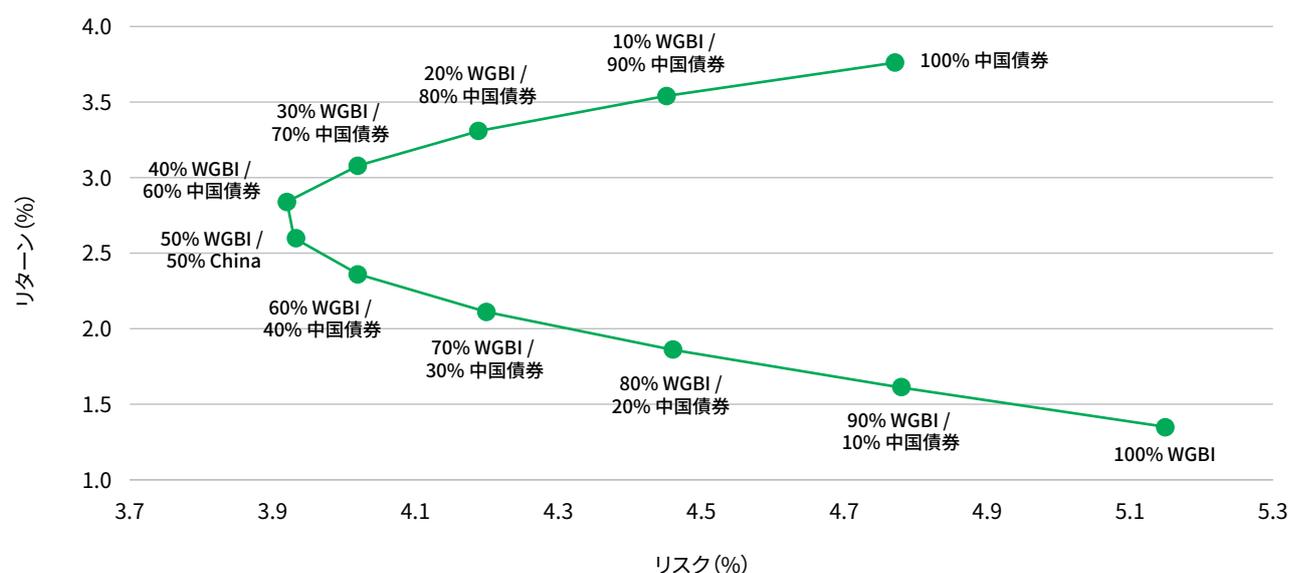
通常、投資の配分比率は個々のお客様のニーズと目標によって決まります。しかし、1つの例として、ポートフォリオのWGBIへの配分の半分を中国債券に置き換えると、ポートフォリオのリスクは過去の実績ベースで25%近く低減し、トータル・リターンはほぼ2倍になる可能性があります。これは中国債券の過去のボラティリティが相対的に低いこと、ほとんどの先進国の国債利回りが極めて低水準であることを考えると予想通りの結果です。

一方、EMDへの配分の一部を中国債券に置き換えることは主にリスク低減の点で有効です。例えば、EMDを50%、中国債券を50%とするポートフォリオはポートフォリオのリスクを3分の1以上低下させますが、犠牲となるリターンはごくわずかとなります。50%ずつ組み合わせたポートフォリオのリターンは、すべてEMDに配分した場合の約95%です。

現在、グローバル国債かEMDに投資しているポートフォリオは、歴史的にボラティリティの低減とリターン向上の効果を発揮してきた中国債券への投資を検討する価値があります。

中国債券とグローバル国債の組み合わせはリターンの向上と全体的なリスクの低減を実現

仮想ポートフォリオの年間リスク・リターン特性 (2013年1月～2021年5月)



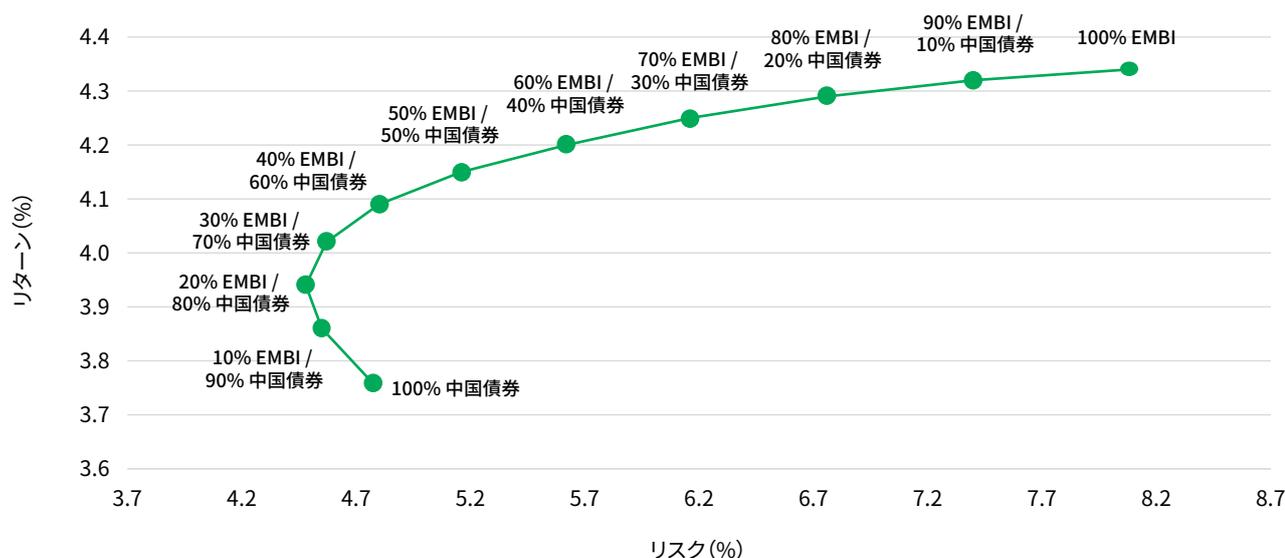
出所：ブルームバーグ、2021年5月31日現在。中国債券はMarkit iBoxx ALBI中国オンショア・トータル・リターン・インデックス (TRI)、グローバル国債 (WGBI) はFTSE世界国債インデックスで表しています。

様々なポートフォリオでの魅力的な配分

成長ダイナミズムの恩恵を追求していることから、中国オンショア資産に対する関心の高まりは、今後何年も続くテーマになると予想されます。

全般的に低利回りの世界で比較的高い利回りを追求する場合であれ、低水準のボラティリティと低相関性の資産クラスを求め場合であれ、外国人投資家が中国債券を戦略的にポートフォリオに組み入れることには確固とした根拠があると考えます。同資産クラスへの資金流入は今後3年間に大幅に増加することが予想され、投資家にやさしい政策と改革が外国人投資家のアクセスをかつてないほど容易にしている今、これまでにない絶好のタイミングが来ていると言えます。外国人投資家が過去10年の世界経済の構造変化を反映してポートフォリオを再評価しつつ、今後10年以上にわたる中国経済の

新興国債券への配分に中国債券を加えることでリターンを大きく犠牲にすることなくボラティリティ低減を実現 仮想ポートフォリオの年間リスク・リターン特性 (2013年1月～2021年5月)



出所:ブルームバーグ、2021年5月31日現在。中国債券はMarkit iBoxx ALBI中国オンショア・トータル・リターン・インデックス (TRI)、新興国債券 (EMBI) はJPモルガン EMBIグローバル・ディバースィファイド・コンポジット・インデックスで表しています。

1 国際決済銀行 (BIS)、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2020年6月現在。**2** 2021年3月29日。FTSEラッセルは幅広く追跡されている世界国債インデックス (WGBI) に中国債券を組み入れ、組入比率を5.25%とすることを確認しました。FTSEラッセル、2021年3月30日現在。**3** ゴールドマン・サックス、2021年3月31日現在。**4** スタンダード・チャータード銀行、2021年3月現在。**5** ブルームバーグ、2021年5月31日現在。**6** ブルームバーグ、2021年5月31日現在。中国債券はMarkit iBoxx ALBI中国オンショア・トータル・リターン・インデックス (TRI)、グローバル国債はFTSE世界国債インデックス、グローバル新興国債券はJPモルガンEMBIグローバル・ディバースィファイド・コンポジット・インデックスで表しています。**7** ブルームバーグ、2021年3月31日現在。**8** ゴールドマン・サックス、2021年3月24日現在。

ディスクレーム

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会